

2010年12月1日 星期三

招銀證券研究部

## 中国新材 (1887.HK)

### 基本数据

股份代码	1887.HK
招股日期	30/11/2010-3/12/2010
上市日期	13/12/2010
发售股份数目(百万)	292.5
发售股份占发售后股本	25%
超额配股权(百万)	43.875
发行价(港元)	2.33-3.33
集资额(百万港元)	681.5-974.0
保荐人	建银国际, 派杰亚洲
主要财务资料	
历史市盈率	13.9x - 19.9x
今年预计市盈率	11.9x - 17.1x

数据源: 招股书, 招銀證券整理

### 投资要点

- 关于中国新材。**该公司是山东省一家化学物料生产商。主要产品有：**BDO**(是生产广泛用于汽车业、电子业、建筑业和服务业的高性能聚合物、溶剂和精细化学品所必需的化学中间体)、**GBL**(是化妆品、喷发剂、杀菌剂、药片包装及作为饮料净化的加工剂)和**THF**(主要用于聚合物的初级粒子，并经常用于生产**PTMEG**，而**PTMEG**则是制作其他聚合物的反应剂)。GBL、THF为BDO的直接下游衍生产品。2009年，三种产品收入分别为人民币4.15亿元、2.22亿元、1.09亿元，占比分别为55.6%、29.7%和14.7%。
- 内地第二大BDO生产商。**根据北京华经(独立经济资料研究机构)的报告，就内地销量而言，公司是2009年内地第二大BDO生产商，市场份额约为16.0%。按总BDO设计产能计，公司以35,000吨位居第五位(前四位为山西三维、新疆美克、南京蓝星和大连化学工业)，占比内地BDO设计总产能的9.43%。按所采用的技术划分，公司为首家采用DAVY工序的生产商。
- 具备DAVY工序的明显优势：**(1)原材料成本较低。DAVY工序的原材料顺酐相较传统REPPE工序的原材料成本更低，更易取得。(2)BDO产品纯度高于国家标准。公司生产的BDO的纯度水平在99.57%-99.70%之间，高于全国化学标准化技术委员会有机分会制定的99.5%的国家标准。专业技术使得该行业门槛较高。
- PBS有望成为未来盈利增长点。**PBS是一种可完全生物降解的合成脂肪类聚酯，可在自然或堆肥环境下分解，具备环保特性。目前公司PBS还处于前期研发阶段，但有望成为未来盈利增长点：(1)政府多项法规鼓励使用生物降解包装材料，普通大众的环保意识也日益加强。(2)公司具备DAVY工序生产BDO的优势，为PBS提供稳定原料来源。(3)预期PBS毛利率将高于公司现有产品，整体毛利率有望持续改善。(4)预期PBS实验室设施将于2010年11月底前完工并将于2010年12月前投入运营。(5)截至目前，公司已与国内数家独立第三方医疗用品、包装及一次性卫生用品制造商订立每年共逾17,000吨PBS及PBS共聚物订单，有效期至2013年12月31日。
- 国内BDO和PBS产品需求强劲。**根据北京华经报告，预期中国BDO需求将由2010年约300,800吨进一步增加至2013年约636,000吨，年复合增长率为28.3%。根据Freedonia, 2009年中国PBS及PBS共聚物的总需求达到5,050吨，并进一步增长至2014年的47,000吨，年复合增长率为56.2%。
- 平均售价回升带来盈利增长。**由于公司BDO、GBL和THF平均售价由2009年11,866元/吨、14,049元/吨和16,219元/吨回升至2010年5月止的14,387元/吨、16,088元/吨和17,916元/吨，直接带来公司2010年前5个月收入较去年同期增加40.8%至3.84亿元，净利润增加46.8%至9,693万元。我们预计，因商务部对来自台湾地区(2009年进口

量占比 56.3%) 及沙特阿拉伯 (2009 年进口量占比 25.3%) 的进口 BDO 产品征收 4.5% 和 13.6% 的反倾销税政策 (自 2009 年 12 月 25 日起, 为期 5 年), 该等产品的国内售价将逐步回升至合理水平。

- 扩充产能。**截至目前, 公司现有 BDO 设计产能达到约 35,000 吨/年, GBL 设计产能达到约 17,000 吨/年, THF 设计产能约达到约 5,000 吨/年。未来产能扩张计划 BDO 产品: 于山东淄博兴建 BDO 生产设施, 设计产能 55,000 吨/年 (其中 BDO 46,800 吨/年、GBL 6,600 吨/年和 THF 1,600 吨/年), 预期于 2011 年 6 月完工, 将引进最新的第四代 DAVY 工序。PBS 产品: (1) 于山东淄博兴建两条生产线, 设计产能分别为 5,000 吨/年及 20,000 吨/年, 预期分别于 2011 年 6 月及 2011 年 9 月完工; (2) 拟于 2012 年初兴建生产设施, 设计产能为 50,000 吨/年, 预期于 2012 年 8 月底完工; (3) 最早于 2013 年兴建的设施, 设计产能为 50,000 吨/年。
- 技术合约安排。**(1) 2009 年 12 月, 与 IPCCAS 订立正式技术许可协议, 获得一项无时限的非独家许可, 使用中科院理化研究所 PBS 相关技术; (2) 2010 年 5 月, 与四川大学订立技术合作协议, 开发、支持 PBS 下游产品, 为期 5 年。
- 该公司依靠原有优势产品 BDO 的生产技术、产能扩充和需求支持, 有望继续保持行业领先地位, 未来盈利亦有所支撑。主要风险包括销售成本受原材料价格波动以及新产品尚未投产带来的不确定性, 预计原材料价格风险短期内有望缓和。因此, 我们认为如果公司成功将 PBS 和 PBS 共聚物产品推向商业化运营, 那么公司在稳步发展的基础上, 将会有很大的提升。并且该新产品符合政府“十二五”规划新型环保材料的政策导向, 预计市场将会看好该公司环保题材。综合考虑, 我们认为该公司今年合理市盈率为 12-14 倍。

## 财务摘要

百万人民币	2007	2008	2009	2009	2010
	截至 12 月 31 日止年度			截至 5 月 31 日止 5 个月	
收入	882.669	883.298	745.363	272.684	383.901
BDO	489.036	529.475	414.741	160.053	209.486
GBL	240.209	243.986	221.696	77.373	112.875
THF	153.424	109.837	108.926	35.258	61.540
销售成本	(694.844)	(695.855)	(485.941)	(176.400)	(249.037)
毛利	187.825	187.443	259.422	96.284	134.864
经营溢利	165.962	158.296	230.957	88.058	122.123
除税前溢利	166.448	154.589	230.597	88.263	130.086
所得税	(20.332)	(20.681)	(58.515)	(22.233)	(33.155)
净利润	129.014	133.908	172.082	66.030	96.931

数据源: 招股书, 招银证券整理

## 免责声明及披露

### 分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

### 招银证券投资评级

买入	: 股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有	: 股价于未来 12 个月的潜在变幅在-15%至+15%之间
卖出	: 股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 15%
投机性买入	: 股价于未来 3 个月的潜在涨幅超过 20%，波动性高
投机性卖出	: 股价于未来 3 个月的潜在跌幅超过 20%，波动性高

### 招银国际证券有限公司

地址: 香港中环夏慤道 12 号美国银行中心 18 楼 1803-04 室 电话: (852) 3900 0888 传真: (852) 3900 0800

招银国际证券有限公司(“招银证券”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司 (招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

### 重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银证券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受标的资产表现以及其他市场因素影响。招银证券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银证券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视作证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律上责任。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银证券可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合 1986 年英国金融服务法案(投资广告)(豁免)(第 2 号)第 11(3)条 1995 年修正案规定范围的个人，未经招银证券书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人。